



Os Valores Mobiliários e a Captação de Empréstimos no Mercado Financeiro Doméstico

LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES
LILIA MARIA P. M. BITTENCOURT LOPES*

RESUMO Este trabalho pretende dar uma visão geral sobre os dois valores mobiliários mais utilizados no mercado brasileiro para a captação de empréstimos pelo setor empresarial, com especial importância para o setor de infra-estrutura, o *commercial paper* para o curto prazo e a debênture para o longo prazo. Faz-se uma avaliação de sua importância, evolução e características, bem como de seus problemas e perspectivas, procurando facilitar ainda mais sua difusão no mercado.

ABSTRACT *This paper shows an overview on the most used Brazilian securities for entrepreneurial short and long term financial support, commercial paper and debenture. It shows their relevance, evolution and characteristics as well as their problems and perspectives, in order to help them to be even more adopted in the market.*

* Respectivamente, advogado da Área de Infra-Estrutura do BNDES e advogada autônoma.

1. Introdução

É crescente a utilização do mercado financeiro doméstico para captação de recursos de empréstimos pelas empresas de infra-estrutura através de valores mobiliários (por exemplo, para o setor de telecomunicações), compostos basicamente por notas promissórias comerciais (*commercial papers*) para o curto prazo e debêntures para o longo prazo.

Além desses valores mobiliários, as empresas tomadoras vêm captando através de contratos de mútuo ou de abertura de crédito, utilizando garantias corporativas ou vinculação de receita, em operações que utilizam alguns dos instrumentos financeiros de *project finance*, devido às dificuldades em ter ativos como garantia real das operações.

Apesar de largamente testados em nosso mercado financeiro, esses contratos tenderão cada vez mais a ser substituídos por valores mobiliários, devido ao fato de serem desenhados para utilização no mercado de capitais ao contrário dos contratos de empréstimo tradicionais, possibilitando a reciclagem desses papéis junto aos investidores, desde que as taxas de risco estejam compatíveis com aquelas praticadas no meio financeiro e os prazos estejam compatíveis com as fontes das instituições financeiras.

A maior difusão desses papéis deve seguir a tendência de uma redução dos *spreads* pagos pelos títulos públicos, com os quais competem, e pela atratividade que poderão vir a ter para investidores institucionais, bancos e seguradoras.

É importante destacar as características dos *commercial papers* (CPs) e das debêntures, pois há uma percepção generalizada de suas vantagens, mas pouco conhecimento sobre suas limitações, especialmente quanto ao tempo que pode levar para ser negociada uma emissão de debêntures e os seus limites, em função não só do balanço ou das garantias oferecidas como também dos registros e procedimentos prévios necessários.

O CP deve ser um título de curto prazo sem garantias e, portanto, genericamente falando, com alta rentabilidade e baixa segurança, devendo ter, também, alta liquidez (idealmente). Essa falta de liquidez se deve à competição com os títulos públicos no curto prazo ou com os títulos de captação emitidos pelas instituições financeiras, o que não permite o desenvolvimento de um mercado secundário organizado, fazendo com que os títulos circulem predominantemente entre os sócios, investidores primários e ins-

tituições de crédito envolvidas ou interessadas, não alcançando um espectro amplo de detentores de poupança.

O CP tem sido largamente utilizado em operações-ponte de investimento fixo ou para capital de giro, em que as instituições financeiras têm uma percepção de risco baixo para o curto prazo e uma razoável segurança quanto à substituição das fontes, desde que haja uma percepção de boas perspectivas para o projeto que estiver sendo financiado, para a empresa tomadora dos recursos ou para o grupo a que ela pertença.

Entretanto, as características do mercado brasileiro, pequeno e instável, faz com que o CP tenha baixa reciclagem (possibilidade de ser negociado em mercado secundário) e somente grandes empresas alavancadas tenham condição de emití-los. Outra deturpação é o seu uso como instrumento de longo prazo, através de sucessivas novas emissões, estrangulando os investimentos. Também são utilizados por acionistas para, através de empresas coligadas ou de fachada, substituírem uma exposição de risco por outra de empréstimo.

Este trabalho inicia com uma visão geral sobre o CP e a sua origem no estrangeiro. O passo seguinte é estudar como se desenvolveu entre nós e suas características no mercado brasileiro, segundo nosso arcabouço legal. Para concluir essa primeira parte, analisam-se as causas que impedem o desenvolvimento do CP no Brasil.

Quanto às debêntures, este trabalho trata da definição, função econômica, estruturas jurídicas, histórico e características. Por serem temas relacionados, também se tratou da questão da classificação de risco, do papel do agente fiduciário e dos títulos correlatos.

O objetivo maior deste trabalho é dar uma visão geral desses dois títulos, facilitando ainda mais sua maior difusão e disseminação. Em particular, procura-se desvendar um pouco mais as características dos CPs, que são ainda pouco conhecidos, exceto pelos operadores de crédito.

2. *Commercial Paper*

É um título negociável, como valor mobiliário, sem garantia, representado por uma nota promissória comercial, emitido por sociedades por ações brasileiras, independentemente da origem de seu controle acionário, e destinado à oferta pública, de acordo com previsão estatutária. Como os demais títulos de crédito, apresenta as seguintes características:

- cartularidade, pois tem existência documental;
- literalidade, com teor escrito representativo da obrigação e do crédito;
- autonomia, pois cada obrigação que se origina do título é autônoma, independente das outras; e
- abstração, pois circula como documento abstrato, ou seja, entre pessoas que não foram parte na relação originária.

Sua função mais importante é a de permitir ao setor produtivo a captação de recursos no mercado financeiro a curto prazo, a juros mais baixos que os bancários, para obtenção de capital de giro, podendo até mesmo vir a financiar projetos de ampliação, desenvolvimento de produtos/serviços ou mesmo pagamento de impostos.

Quanto à sua origem, o CP nasceu nos Estados Unidos por volta de 1704, quando tiveram início as primeiras transações comerciais com títulos dessa natureza, ao portador, com desconto, resgatados a curto prazo. Mas foi após a Guerra de Secessão (1861/65) que eles ganharam grande incentivo com o costume de se concederem grandes descontos para o pagamento antecipado em dinheiro nas transações comerciais. No início do século 19, a negociação de CPs já representava um grande e forte mercado, particularmente concentrado em Nova York. Note-se que, no Brasil, essa mesma necessidade fez surgir as *duplicatas*, que não existem em nenhum outro país.

A falência da Penn Central Transportation Company, em 1970, modificou profundamente esse mercado, fazendo com que os investidores se tornassem mais cuidadosos, dificultando a renovação dos papéis a vencer de várias empresas. Ocorreu também uma interrupção temporária na expansão do mercado desses títulos naquele período, causada pelo controle dos juros nos Estados Unidos através de políticas do banco central norte-americano (Fed). Entretanto, a partir do segundo semestre de 1976, ocorre um novo impulso de expansão desse mercado, com o conseqüente crescimento do número de investidores, em função de recuperação econômica, juros atrativos pagos pelos CPs, necessidade de as empresas imobilizar dívidas e créditos, devido à inflação elevada.

A General Motors, juntamente com *holdings* de instituições financeiras, domina 80% do mercado. Esse mercado de CPs dos Estados Unidos é o mais antigo e o mais desenvolvido, dominando mais da metade dos valores totais mundiais. No entanto, existem outros mercados em que os CPs vêm se desenvolvendo, como Canadá, Inglaterra, França, Itália, Japão, Brasil etc.

Quando uma companhia financeira, uma empresa industrial, uma empresa *holding* de um banco ou mesmo um governo estadual ou municipal (nos Estados Unidos) necessitam de um dinheiro de forma conveniente e a curto prazo, podem vender CPs, os quais podem ser divididos em duas classes:

- *financial papers*, quando emitidos por empresas financeiras; e
- *industrial papers*, quando as emitentes estão ligadas a negócios em geral.

Quanto aos prazos, eles se classificam em “curto” prazo (de um até 45 dias da data de emissão) e “longo” prazo, calcado no binômio confiança na administração e lucratividade da empresa emitente.

As *vantagens* mais evidentes dos CPs são a sua flexibilidade e a livre determinação de prazos. No momento da emissão dos títulos, emissora e investidor (ou distribuidor, representando a opinião do investidor) discutem o percentual de juros e o prazo. Os CPs têm uma taxa de juros maior que a dos certificados de depósito, títulos com os quais disputam os mesmos investidores, e atendem às demandas do mercado investidor no ato da emissão. Há diversidade de empresas emissoras, o que amplia o campo de opções. As linhas de crédito anuais que as empresas obtêm de seus bancos, servem como proteção adicional aos investidores, assegurando a liquidez no vencimento.

Há também *desvantagens* na utilização dos CPs, cujo mercado pode ser abalado pela falta de proteção ao investidor contra possíveis fraudes e a sua própria inexperiência no negócio de busca de crédito no curto prazo. O mercado de CPs é de alto risco, só dando acesso, portanto, às grandes empresas, ou àquelas ligadas a grandes empresas, principalmente multinacionais, afastando as pequenas e médias. As autoridades, de qualquer país, têm dificuldade em controlar a circulação desses títulos. No caso de inflação elevada, esses títulos de curto prazo, se emitidos por empresas de primeira linha, impactariam os demais títulos do mercado e teriam efeito na condução da política econômica. Ou seja, são um alvo fácil para uma política de restrição de crédito. Como o CP é uma nota promissória, sem garantia, o investidor deve assegurar-se de que há mercado secundário para seu título, e o mercado precisa confiar na empresa e em seu potencial de negócios. É preciso haver uma classificação de risco positiva tanto para a emitente como para o título, conferida por agência independente, para dar aos investidores conforto sobre a capacidade de honrar seus compromissos. Naturalmente, qualquer vetor negativo significa custos maiores para a emitente ou redução da remuneração esperada.

O *Commercial Paper* no Brasil

No Brasil, o CP é um título comercial, emitido por sociedades por ações, sob a forma de notas promissórias, como uma maneira de captar recursos de massa. É, portanto, um valor mobiliário.

A Manesmann foi a primeira companhia a emitir o CP no mercado brasileiro, na década de 60, obtendo um grande sucesso até o governo concluir que a empresa criara uma forma de captar recursos sem vinculação aos limites do seu balanço (“uma casa da moeda paralela”). Editou-se então a Lei 4.728/65, com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais e estabelecendo normas para o seu desenvolvimento.

O artigo 17 dessa lei não só proibia como ainda penalizava os papéis em curso. Com essas medidas, a Manesmann ficou impossibilitada de emitir novos CPs e passou a tomar empréstimos no mercado financeiro, sendo penalizada com os juros altos e a inflação daquele período. Aquela proibição acabou por descaracterizar o sentido de utilizar um título privado das empresas para promover a circulação do capital produtivo, perdendo suas emissoras a oportunidade de tomar empréstimo num mercado então desregulamentado e sem intermediação financeira.

A criação do CP como nota promissória para distribuição pública baseia-se na Lei 4.595, de 31.12.64, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias e cria o Conselho Monetário Nacional (CMN), entre outras providências.

A Lei 6.385, de 07.12.76, constituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regulamentou o CP, com a Instrução 135, de 01.11.90, como valor mobiliário, formalizando-o finalmente no Brasil.

Todavia, as operações com CPs não se apresentavam interessantes para o mercado, devido à excessiva regulamentação e ao alto custo da operação. Em 14.06.94, a Portaria 331 do Ministério da Fazenda fixou uma taxa de registro junto à CVM com uma alíquota de 0,10% sobre o montante da operação, até o limite de 100 mil Ufir, viabilizando, a partir daí, a emissão desses títulos.

Em abril de 1995, algum tempo após as primeiras emissões, o CP passou a registrar um *boom* de investimentos, tendo somente o Bamerindus (para citar uma instituição financeira já fora do mercado) reunido uma carteira com R\$ 500 milhões nessas operações naquele ano.

Características do *Commercial Paper* no Brasil

Sistema financeiro é o conjunto de instituições e instrumentos financeiros que possibilita a transferência de recursos dos ofertadores finais para os tomadores finais e cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado brasileiro.

Na estrutura regulatória do Sistema Financeiro Nacional, o órgão máximo, na esfera do Executivo, é o CMN, ao qual se subordinam as comissões respectivas, como a que rege as operações de crédito, política monetária etc. O Banco Central e a CVM, duas autarquias especiais federais, também estão subordinados ao CMN, sendo também parte desse sistema, ligado ao mercado de capitais e às entidades auto-reguladoras.

Os valores mobiliários, que em geral estão na esfera de competência do CMN e da CVM, são os instrumentos de captação de massa que as companhias possuem para ofertar aos investidores em troca dos recursos que passarão a compor a estrutura financeira da empresa. Pode ser uma participação no capital (como no caso das ações) ou mesmo a emissão de uma dívida (obrigação) pela empresa (CP e debênture, por exemplo).

Além dos títulos previstos na Lei das S.A., são também exemplos de valores mobiliários os derivativos sobre valores mobiliários, as quotas de fundos imobiliários, os certificados de investimento audiovisual e os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica.

No caso específico do CP, denominação mais utilizada da nota promissória comercial, os principais itens regulados pela Instrução 134, de 01.11.90, da CVM são os seguintes:

- **Emissão**

As notas promissórias circularão por endosso em preto (quando consta o nome da pessoa a que o título foi transferido) de mera transferência de titularidade (artigo 2º).

A legislação estabelece limites variáveis para a emissão de CPs, através de sociedades abertas ou não, de acordo com um patamar mínimo de patrimônio líquido.

- **Valor Nominal**

Originalmente, o valor nominal não poderá ser superior à quantia equivalente a 80 mil Ufir na data da deliberação de sua emissão (artigo 6º). Em 2000, o valor nominal mínimo estava em R\$ 350 mil.

- **Prazo de Vencimento e Data de Emissão**

Prazo máximo de 180 dias e mínimo de 30 dias para companhias fechadas e mínimo de 30 dias e máximo de 360 dias para companhias abertas.

Nos Estados Unidos, o prazo médio é de 30 dias, sendo comuns títulos de cinco a 10 dias. No Brasil, o prazo mínimo foi fixado em 30 dias.

- **Resgate**

Liquida-se a obrigação no vencimento (artigo 7º § 1º).

- **Data de Emissão**

A data de emissão deverá ser a de sua efetiva integralização (artigo 8º).

- **Deliberação**

A competência para deliberar sobre a emissão de notas promissórias poderá ser da Assembléia de Acionistas ou órgão da Administração, desde que conste no Estatuto Social (artigo 9º), preferencialmente o Conselho de Administração.

- **Suspensão da Distribuição**

A CVM pode suspender a distribuição quando (artigo 33):

i – for fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro;

ii – a oferta, o lançamento, a promoção ou a divulgação estejam ocorrendo sem o devido registro ou em condições diversas das constantes desta instrução ou do registro ou com informações falsas, dolosas ambíguas ou imprecisas.

Parágrafo único:

2ª parte: a Bolsa de Valores pode, igualmente, suspender em seu recinto qualquer negociação que se esteja processando de forma contrária à presente instrução, comunicando o fato à CVM (artigo 34).

- **Distribuição**

A distribuição deverá ser feita em até 180 dias para as companhias abertas e em até 90 dias para as companhias fechadas.

- **Garantias**

Não possui garantia que não seja a pessoal (aval). Normalmente, é escolhida uma instituição financeira para ser a mandatária para acompanhar as formalizações de emissão e de registro, responsabilizando-se perante o mercado por elas.

- **Resgate**

O resgate implicará a extinção do título, sendo vedada a sua manutenção em tesouraria da companhia emitente, mesmo que para recolocação no mercado. O resgate antecipado só poderá ser feito com a anuência prévia do titular da nota promissória comercial. O resgate parcial poderá ser feito através de sorteio ou leilão, com prazo mínimo de 30 dias.

- **Rendimento**

O rendimento das notas promissórias comerciais tem sido feito em taxa prefixada, e a maioria das emissões prevê um contrato de *swap* para certificados de depósito interbancário.

Fatores que Impedem o Desenvolvimento do *Commercial Paper* no Brasil

Entre os fatores mais importantes que impedem o desenvolvimento desses títulos no Brasil, podem ser citados os seguintes:

- O costume de os empresários buscarem crédito exclusivamente no sistema financeiro, com receio de colocarem seus próprios papéis no mercado. O comportamento da classe empresarial, para captações de risco de longo prazo, é marcado pela descrença na estabilidade das leis do país, em virtude da sucessão de planos e pacotes econômicos, o que significa, em tese, uma geração (20 anos em média) para mudança definitiva de comportamento.
- Os investidores individuais, no Brasil, devido à mesma memória quanto à falta de estabilidade histórica das normas no mercado financeiro, têm por hábito investir em títulos de emissão das instituições financeiras ou através das instituições financeiras. Esse comportamento tem implícito criar um colchão de segurança para sua poupança, ainda que isso implique redução expressiva das margens de ganho. Esse cenário prejudica o CP, que é um título de desintermediação bancária.
- Há um desconhecimento do CP como instrumento de crédito pelos próprios investidores. Eles estão acostumados a operações de baixo risco,

pela existência de uma política oficial de captação pelo Estado, mesmo no curto prazo, com títulos mais seguros e oferecendo alta remuneração. Essa competição, por vezes, inviabiliza um interesse dos investidores (especialmente institucionais) mais consistente para a solidificação de um mercado para os valores mobiliários de curto prazo de emissão de empresas privadas. Ciclicamente, há situações conjunturais de aumento dessa captação pelo Estado ou de recrudescimento da inflação, gerando algum tipo de restrição à expansão creditícia, o que afeta, especialmente, os CPs.

- Há uma certa indefinição jurídica e operacional desses títulos de crédito pelo nosso próprio arcabouço institucional. As dificuldades inerentes aos CPs não só são medidas em termos de garantia como também quanto aos prazos e eficácia da execução no Brasil. Uma execução em juízo, movida por um credor desses títulos, pode levar cerca de dois anos e é preferida por créditos trabalhistas e fiscais, significando um risco extra a ser considerado pelo investidor ao examinar a subscrição ou aquisição de valores mobiliários. Isso leva a uma política mais conservadora pelos agentes financeiros, em que, muitas vezes, o comprometimento geral do cliente vira quase uma parceria, tal o nível de contrapartidas exigidas para o financiamento de suas necessidades de capital.

3. Debêntures

Debêntures são valores mobiliários emitidos por sociedades por ações, representativos de um empréstimo contraído pela sociedade anônima emitente, cada título dando direito aos titulares da mesma série idênticos direitos contra a sociedade, como representação de uma fração do mútuo. Por serem títulos mais conhecidos, este trabalho não traz, sobre as debêntures, o mesmo tipo de análise histórica feita com relação ao CP, centrando-se mais em seus aspectos práticos de mercado.

A função econômica de uma emissão de debêntures seria a de um empréstimo através de captação de recursos diretamente junto ao público investidor, podendo haver ou não intermediação através de instituições financeiras. A participação de um agente financeiro, no caso de não ser um subscritor, seria um mero corretor do lançamento ou representante de terceiros na operação.

As debêntures podem ser emitidas por meio de colocação privada ou pública e, nesse caso, é comum o uso de garantia firme de subscrição (*underwriting*).

A estrutura jurídica das debêntures indica que se trata de contrato de mútuo, pelo fracionamento do empréstimo em títulos negociáveis, reembolso gra-

dual de médio e longo prazo, acrescido das vantagens prometidas. A debênture tem natureza jurídica de título de crédito: literal, autônomo, causal e cartular (exceto as escriturais).

Só as sociedades por ações, ou seja, as sociedades anônimas ou as inexistentes comanditas por ações, podem emitir debêntures como está definido na Lei 6.404/76 (Lei das S.A.). Por captarem recursos de forma massiva junto ao público, são também *valores mobiliários*, como reza a Lei 6.385/76, que criou a CVM e tratou da matéria.

Histórico das Debêntures no Brasil

O histórico das debêntures (do latim *debentur mihi*) no Brasil indica a existência de quatro fases de distintas normas legais aplicáveis:

- *Fase I*: 1860 – autorização legislativa expressa através do Decreto 177-A, de 15.09.1893, e obrigação ao portador através do Decreto-Lei 781, de 12.10.38, criando a debênture;
- *Fase II*: Lei 4.728, de 14.07.65 (Lei do Mercado de Capitais), colocando a debênture em seu contexto;
- *Fase III*: Lei 6.385, de 07.12.76, criando a CVM e definindo a debênture como valor mobiliário; e
- *Fase IV*: Resoluções do Banco Central, Instruções da CVM, SND da Andima e Cetip, desenhando a debênture em sua feição atual.

Características das Debêntures

Uma sociedade anônima pode fazer várias emissões, que podem ser divididas em séries, com juros fixos ou variáveis, gerar participação nos lucros e oferecer prêmio de reembolso. As debêntures podem ter amortização ou resgate parciais e prazo de vencimento determinado ou não, podem ser adquiridas pela própria emitente e mantidas em tesouraria e têm prazo superior a um ano, sendo mais frequentes os prazos de três anos, com repactuações, em geral, anuais.

Espécies das Debêntures

Esse item é de particular importância para a compreensão de que as debêntures não são uma panacéia, emitidas de acordo exclusivamente com as necessidades da sociedade emissora, mas condicionadas pelas suas características:

- com garantia real: até 80% do gravame, próprio ou de terceiros, acima do capital;
- com garantia flutuante: até 70% do valor contábil do ativo da emissora, sem os ônus;
- sem preferência ou quirografárias: limitadas ao capital social; e
- subordinadas: sem limite de emissão (CVM).

Para se entender melhor as garantias nas debêntures, é importante ter clara, a título de exemplo, a classificação dos créditos na *falência*, lembrando que só se passa à classe seguinte de credores depois de paga integralmente a anterior. Resumidamente, primeiro são pagos os créditos trabalhistas, depois os fiscais (União, estados/distrito federal e municípios, nessa ordem). Após gastos com o processo, a classe seguinte é composta pelos credores (debenturistas inclusive) que tenham garantia real. Se estiverem todos satisfeitos, passa-se aos credores com privilégio especial (por exemplo, aqueles derivados de cédulas de crédito). Seguem-se os credores com privilégio geral (por exemplo, debenturistas com garantia flutuante, que é na prática uma posição acima dos quirografários). Os credores quirografários (sem preferência) são em geral os bancos, que financiam o capital de giro, e os fornecedores, que financiaram as compras da empresa. Mas ainda abaixo deles podem estar tomadores subordinados de títulos de emissão de sociedades anônimas (inclusive debêntures). Por último, a falência pagaria os direitos dos sócios (inclusive aquelas ações convertidas de debêntures).

Dessa explicação pode-se perceber que a posição creditícia dos debenturistas é muito variada e deve ser observada, com atenção, já na escritura de emissão, pelos interessados na sua subscrição.

Esse ponto é importante para mostrar as fragilidades de análises comparativas entre os mercados brasileiro e norte-americano ou europeu, onde algumas normas processuais locais privilegiam o crédito de curto prazo em relação ao de longo prazo, alterando substancialmente tanto a lógica do risco de crédito quanto as taxas de juros e o sucesso da utilização desses papéis como fonte para os projetos de infra-estrutura ou empresariais em geral.

As garantias acessórias das debêntures podem ser de diferentes naturezas. É comum haver garantia fidejussória, representada por fiança na escritura de emissão e aval nos títulos, dada, em geral, por controladores. Como já foi comentado, as condições da emissão podem trazer privilégios e preferências, representando uma posição creditícia especial sobre o ativo da

companhia. Pode haver uma garantia lastreada em recebíveis, através de securitização. Podem ser usados, ainda, *covenants*, representados por um conjunto de obrigações que exijam, sob pena de vencimento antecipado, o atendimento de índices financeiros, que asseguram, direta ou indiretamente, o pagamento da dívida.

Conversibilidade

Quanto às *classes ou tipos de debêntures*, elas podem ser simples ou inconversíveis (não conversíveis em ações). Podem ser conversíveis quando a escritura prevê conversão em ações da emissora, com preferência para acionistas na sua subscrição. Quando a companhia for de capital aberto e o estatuto estabelecer o capital autorizado, a emissão de debêntures conversíveis poderá ser feita sem o direito de preferência aos acionistas, desde que seja feita por subscrição pública ou venda em bolsa de valores.

Pode haver também, dependendo das condições da escritura, preferência para outros debenturistas subscreverem os novos títulos, podendo até haver veto à emissão por decisão tomada em assembléia de debenturistas já existente, se assim tiver sido pactuado. As debêntures podem ser permutáveis por ações (quando se permite permuta por ações de outra companhia) de propriedade da companhia emissora ou permutáveis em quotas de participação (por exemplo, quando permite permuta por quotas de participação imobiliária).

É interessante notar que a lei dá aos acionistas o direito de preferência para a subscrição de debêntures conversíveis em ações, mas a conversão das debêntures assim subscritas em ações será do seu detentor. Isto é, se um acionista subscreve a debênture conversível e não exerce esse direito, a conversão poderá ser feita por qualquer terceiro que venha a adquiri-la.

As debêntures podem ser emitidas com bônus de subscrição oferecidos como vantagem adicional ao tomador. Os bônus de subscrição são títulos emitidos pela sociedade, que dão aos seus tomadores o direito de subscreverem ações da companhia, dentro do limite do capital autorizado e conforme determinadas condições estabelecidas previamente.

Forma Legal

Quanto à *forma*, as debêntures podem ser nominativas (propriamente ditas), quando constar o nome do titular no certificado, ou nominativas escriturais, quando não há necessidade da emissão do certificado. Nesse último caso, elas serão mantidas em contas de depósito em nome do titular, em instituição financeira depositária, designada pela emissora.

Formas de Remuneração

Pode-se falar em juros remuneratórios fixos ou flutuantes, prêmio de reembolso, prêmio de continuidade ou permanência, participação nos lucros (renda variável), remuneração repactuada ou reprogramada, deságio (não proibido em lei) e correção monetária, sendo vedado, para títulos internos, a indexação cambial.

As variações nas taxas de juros praticadas pelo mercado brasileiro fizeram com que a repactuação se tornasse a regra nas emissões de debêntures simples ou conversíveis. Através da cláusula de repactuação existente na escritura de emissão, as taxas de juros pagas aos tomadores são revistas pela sociedade emitente a cada seis meses ou a cada ano, dependendo de cada caso, fixando um novo período de remuneração para a série de debêntures. Essa cláusula tem a vantagem de permitir a emissão de títulos com prazos mais longos que aqueles que o mercado aceitaria tomar sem a repactuação e tem a desvantagem do risco de toda a emissão ser apresentada para resgate.

Amortização

Admitem-se as seguintes *formas de amortização*: resgate facultativo (a qualquer tempo, segundo critérios prefixados), resgate programado (mecanismo fixado na escritura: mensal, trimestral ou anual), amortização parcelada (reduz valor delas por pagamento, sem resgate) e fundo de amortização (constituído pela emissora). Podem haver emissões em séries, com diferentes vencimentos, o que significa uma programação, na prática.

Criação e Emissão

Chama-se criação o ato de dar forma à debênture. A data de emissão é aquela em que a debênture é colocada em circulação, podendo ter vencimento com prazo determinado ou indeterminado. A competência para deliberar sobre a sua emissão é da assembléia geral extraordinária. O valor nominal tem que ser em moeda corrente nacional, exceto para emissões no exterior. Podem haver vários tipos, envolvendo o preço de colocação. Os direitos assegurados aos subscritores e debenturistas estarão definidos obrigatoriamente na escritura e em seus aditamentos. Cada emissão deverá ter os atos societários pertinentes registrados na Junta Comercial e nos registros competentes para as garantias (como será visto adiante). Dependendo de ser emissão pública ou privada, irá ainda a registro na CVM e na Bovespa.

Para debêntures com emissão no exterior, é necessária a autorização do Banco Central, devendo envolver sociedades estrangeiras investidoras, e

elas só podem ter garantia real ou flutuante. A negociação no mercado brasileiro de títulos emitidos no exterior exigirá a autorização da CVM.

Classificação de Risco (*Rating*)

Nos mercados mais maduros, sempre que se fala em emissão de títulos para o mercado de hoje, fala-se em contratação de uma agência independente classificadora de riscos para dar um *rating* para o papel. Esse *rating* apresentará um grau de risco diferenciado em função de suas características. Diante de tantas opções de investimento em um mundo globalizado, os investidores e seus administradores de carteiras acostumaram-se a utilizar-se de agentes intermediários, que os orientam sobre riscos, tendo se tornado hoje o *rating* um importante instrumento de decisão. Uma mudança de avaliação da percepção de risco pode fazer com que um mercado em momento de pouca segurança acompanhe essa avaliação (até para não ter que justificar uma posição isolada), causando o *efeito de manada*.

Teoricamente, as sociedades (e especialmente suas ações) serão tão melhores para um mercado que as desconheça quanto melhores forem os seus sistemas de informações e o seu uso de práticas de governança corporativa. Claro que também influem o seu risco de crédito (capacidade de pagamento) e a remuneração compatível a seus acionistas e investidores, sendo que, no caso das debêntures, são importantes as taxas de juros, o prazo de pagamento, as condições e as garantias. Essas avaliações independentes mantêm a qualidade de risco de portfólios de investidores (especialmente institucionais) e forma o preço de títulos para *underwriters* e corretores.

Os conceitos, normalmente apresentados como notas escolares (AAA, BB, C, +, -), representam basicamente a posição relativa de risco do que tiver sido avaliado (país, empresa ou valor mobiliário). Pode-se falar em dois grandes graus de risco: o de investimento (em que o agente é confiável e o risco advém da *performance* do investimento) e o de especulação (onde, independentemente do investimento, o agente é pouco confiável, segundo os critérios mais aceitos pelo mercado). Essas classificações de risco ajudam a fixar a taxa de juros compatível com a segurança oferecida.

Extinção

Ocorrerá pelo pagamento no vencimento ou antecipado, considerando-se haver prazo determinado ou indeterminado (perpétua). Pode haver amortização parcial e resgate parcial ou o título pode ser comprado pela própria emitente. Há também outros casos, como prescrição, falência, permuta, compensação, confusão ou dissolução. De qualquer modo, é necessário manter os registros por cinco anos na sociedade.

Direitos Reais e Outros Ônus

Pode haver penhor/caução (Registro de Títulos e Documentos), hipoteca (Registro Geral de Imóveis – RGI, da comarca onde estiver a matrícula do imóvel), alienação fiduciária (Registro de Títulos e Documentos – RTD, se for bem móvel, ou RGI, se imóvel), usufruto (RTD), fideicomisso (RTD) ou promessa de compra e venda (RTD). Podem ser inseridas cláusulas de inalienabilidade, incomunicabilidade, ou impenhorabilidade.

Quanto a esse item, quando buscamos focar um setor como o de infra-estrutura, há uma quase impossibilidade de ter ativos como garantia real da emissão de debêntures, pela reversão ao patrimônio público e pela impossibilidade de sua execução, implicando interrupção de serviço público essencial (se for o caso). Nesse sentido, é mais fácil falar em garantia representada por ativos quando se tratar de permissão ou autorização, que não têm iguais problemas na essência.

Como já foi apontado neste trabalho, especialmente para títulos de longo prazo, esse aspecto das garantias reais vai influir não só no valor da emissão, como também afetará aspectos de classificação de risco e, portanto, a taxa de juros a ser paga pelos papéis. A título de comparação, embora variando de acordo com o estado, os títulos de curto prazo, nos Estados Unidos, têm prioridade na execução, o que pode até ser fixado contratualmente, estimulando a captação de giro.

Registro

O registro da emissão é obrigatório na CVM para lançamento no mercado aberto ou de balcão informatizado. Deve também ser procurado o Sistema Nacional de Debêntures (SND) da Cetip, que é automatizado para registro, negociação, custódia e liquidação financeira de operações com debêntures no Brasil. Ele garante segurança, agilidade e transparência, facilitando a negociação no mercado secundário.

Agente Fiduciário

As debêntures representam um mesmo empréstimo tomado junto ao público pela sociedade por ações, estabelecendo entre os investidores uma comunidade de interesses e de direitos que a lei reconhece e procura proteger por meio das figuras do agente fiduciário e da assembléia de debenturistas.

Assim, o agente fiduciário é o representante legal da comunhão de debenturistas. É obrigatória a sua indicação já na escritura de emissão; mais tarde,

poderá ser substituído por assembleia de debenturistas. Podem ser agentes fiduciários pessoas naturais ou instituições financeiras, desde que atendam aos requisitos definidos pela CVM. Terão seus deveres definidos na escritura, bem como a sua remuneração, sendo as restrições ao exercício da função definidas na Lei 6.404/76. É recomendável a contratação de seguros, para resguardar a posição do agente fiduciário, uma vez que ele responde pelos prejuízos causados aos debenturistas ou perante terceiros, no exercício de suas funções.

As funções usuais do agente fiduciário são as de fiscalizar atos sociais de interesse dos debenturistas, solicitar informações à emitente e prestá-las aos debenturistas, efetuar pagamentos de juros, amortizações e resgates, bem como executar garantias, requerer falência e representar os debenturistas em processos de execução, falência e concordata.

O agente fiduciário poderá sofrer falta de credibilidade, na visão do mercado, se já atuar em outra emissão, se participar de coligada, se for credor ou parte interessada, ou qualquer caso em que se caracterizar conflito de interesses.

Diversos *prestadores de serviços participam de uma emissão de debêntures*: o agente fiduciário, que representa a comunhão dos debenturistas, protegendo seus direitos e interesses; a empresa de auditoria independente, que deve ser registrada na CVM e ter renome no mercado, e que dá aos investidores maior confiabilidade e transparência aos resultados divulgados; o banco mandatário, que atua como liquidante da emissora junto à Andima e à Cetip e mantém registro das debêntures escriturais, efetuando o pagamento dos direitos mediante crédito na conta corrente dos debenturistas.

A *assembleia de debenturistas* poderá ser convocada – tendo como finalidade qualquer assunto – por debenturistas, pela sociedade emissora, pelo agente fiduciário ou pela CVM, seguindo a sua convocação e instalação as normas da Lei 6.404/76 para as assembleias de acionistas, tais como deliberações por maioria absoluta, existência de livros de presença e de atas e arquivamento na Junta Comercial. A sua convocação pode ser feita pelo agente fiduciário, pela sociedade emitente, por debenturistas que representem 10% dos títulos em circulação ou pela CVM.

Cédulas de Debêntures

É um instrumento de captação garantido por penhor de debêntures emitidas por outras sociedades por ações. Há um descasamento entre o instrumento creditório e as condições dos títulos que servem de garantia. Nesses títulos,

há transferência de risco da emissão das companhias para a instituição financeira emissora das cédulas. Há uma dupla proteção para o tomador dessas cédulas: o penhor das debêntures e a credibilidade da emissora. Elas só podem ser emitidas por bancos comerciais, múltiplos, de investimento ou de desenvolvimento. São escriturais e têm registro no Sistema Nacional de Ativos (SNA) da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip) e custódia em instituição autorizada pela CVM.

4. Conclusão

Procurou-se mostrar neste trabalho as características mais importantes dos dois valores mobiliários mais usados entre nós, para captação de recursos de empréstimo de forma massiva junto ao público, como reza a Lei 6.385/76. O CP, que, por ser um título de curto prazo sem garantias, com alta rentabilidade e baixa segurança, embora com baixa liquidez, funciona mais como um instrumento de captação de giro ou de ponte para uma composição de recursos de longo prazo. Não se pode financiar um empreendimento de infra-estrutura, por exemplo, somente com base em CP, pois não é compatível com os prazos de maturação do setor.

Debêntures são valores mobiliários emitidos por sociedades por ações, representativos de um empréstimo contraído pelas mesmas, cada título dando aos portadores de uma mesma série idênticos direitos contra a sociedade, cada uma representando uma fração do mútuo. São títulos de longo prazo, basicamente simples ou conversíveis, normalmente com boas garantias, com rentabilidades menores que uma emissão de CP e muito maior liquidez, embora em um mercado incipiente.

O CP tem sido utilizado em operações em que as instituições financeiras têm uma percepção de risco baixo para o curto prazo e uma razoável segurança quanto à substituição das fontes, desde que haja uma percepção de boas perspectivas para o projeto que estiver sendo financiado, para a empresa tomadora dos recursos ou para o grupo a que ela pertença.

O CP tem boa flexibilidade e livre determinação de prazos e remuneração, podendo ter uma taxa de juros maior que a dos títulos com os quais compete, mas pode também ser abalado pela falta de proteção ao investidor contra possíveis fraudes e pelo próprio desconhecimento a seu respeito. Seu alto risco normalmente só permite o acesso, como emissoras, às grandes empresas, principalmente multinacionais, afastando as pequenas e médias empresas. É um alvo fácil para uma política governamental de restrição de crédito. Para o mercado confiar em uma emissão, é preciso haver uma classificação de risco positiva tanto para a emitente como para o título, dada por agência independente.

As dificuldades inerentes aos CPs não só são medidas em termos de garantia ou de liquidez, mas também quanto aos prazos e eficácia da execução judicial no Brasil. Isso leva a uma política mais conservadora pelos agentes financeiros e limita seu uso aos grupos que tenham alianças estratégicas com segmentos do mercado financeiro.

Seriam deturpações o seu uso como instrumento de longo prazo, através de sucessivas novas emissões, ou a sua utilização por acionistas para, através de empresas coligadas ou de fachada, substituírem uma exposição de risco por outra de empréstimo.

Como o governo representa um risco menor, ele compete, como captador de recursos, com os títulos privados e acaba fazendo com que os investidores institucionais venham a preferir os valores mobiliários das empresas privadas, valendo isso tanto para o CP como para as debêntures.

Já a debênture é o instrumento mais comum de securitização de obrigações de médio e longo prazos para operações de captação de recursos no mercado de capitais nacional, que envolvam sociedades por ações, e um instrumento adequado tanto para empréstimos tradicionais como para operações de *project finance*.

As debêntures, por serem instrumentos de captação no longo prazo, são mais adequadas para os suportes financeiros de operações de infra-estrutura, possuindo um mercado secundário mais ativo, já com algum volume de negociação, e possuindo instrumentos de opções de venda e de compra (*puts* e *calls*) para o investidor ter acesso à liquidez independentemente do prazo final de vencimento – alongamento de prazo. Entretanto, é importante observar que as debêntures são títulos que têm seus limites circunscritos pelo balanço da sociedade emissora, pelas garantias ou mesmo pelas características do capital, se conversíveis. Acerca disso, as debêntures têm características e aceitação muito diferentes em função de serem ou não conversíveis em ações.

Finalmente, o papel dos agentes financeiros nessas emissões é de crucial importância, como se procurou mostrar neste artigo, tal a diversidade de posições em que podem atuar. Pode-se mesmo imaginar um cenário em que agentes financeiros, públicos ou não, possam garantir *funding* para operações de mercado, não apenas pela subscrição ou colocação de recursos, mas também pela utilização de instrumentos financeiros que permitam apenas garantia ou dilatação de prazos para os tomadores, como já vem sendo ensaiado em algumas operações.

Referências Bibliográficas

- ANDIMA (Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto). *Estudos especiais: SND – Sistema Nacional de Debêntures*. Rio de Janeiro: Andima, 1998.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- CHINEN, Akira. *Commercial paper: novo título de valor mobiliário no processo de globalização da economia*. São Paulo: Atlas, 1996.
- CVM (Comissão de Valores Mobiliários). *Cadernos da CVM*.
- EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 12ª ed. revista e ampliada; Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.
- LANY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1996, 2 v.
- MENDONÇA, Fernando. *Debêntures*. São Paulo: Saraiva, 1998.
- RUDGE, Luiz Fernando, CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. 4ª ed. revista e aumentada. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- SILVA, Américo Luiz Martins da. *As ações das sociedades e os títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

Sites na Internet

www.abrapp.org.br
www.andima.com.br
www.bcb.gov.br
www.bmf.com.br
www.bndes.gov.br
www.bovespa.com.br
www.bvrj.com.br
www.cnbv.com.br
www.cvm.gov.br
www.senado.gov.br
www.somacesso.com.br